



BUY(Maintain)

목표주가: 53,000원 (하향)

주가(2/7): 34,750원

시가총액: 4,125억원



음식료
Analyst 박상준, CFA
02) 3787-4807
sjpark@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/7)		829.96pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,250원	30,800원
등락률	-26.46%	12.82%
수익률	절대	상대
1M	-1.6%	-1.8%
6M	-17.5%	-35.5%
1Y	-5.6%	-30.7%

Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	14.98%
배당수익률(17P)	0.50%
BPS(17P)	15,479원
주요 주주	CJ주식회사 외 국민연금공단
	58.7% 11.0%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	23,279	25,044	27,982	30,570
보고영업이익	210	439	529	651
핵심영업이익	210	439	529	651
EBITDA	443	705	799	920
세전이익	-50	12	327	448
순이익	-58	12	248	339
지배주주지분순이익	-47	-15	216	304
EPS(원)	-393	-131	1,821	2,557
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	40.4
PER(배)	-99.1	-305.0	19.1	13.6
PBR(배)	2.4	2.6	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	17.9	-2.1	7.8	6.3
보고영업이익률(%)	0.9	1.8	1.9	2.1
핵심영업이익률(%)	0.9	1.8	1.9	2.1
ROE(%)	-2.6	0.5	10.0	12.3
순부채비율(%)	87.4	93.4	57.8	39.8

Price Trend



실적 Review

CJ프레시웨이 (051500)

아쉽지만 방향성은 여전히 긍정적



CJ프레시웨이의 4Q17 연결기준 영업이익은 105억원으로 시장 컨센서스를 57% 상회하였으나, 영업권 손상차손 발생으로 지배주주순이익은 시장 컨센서스를 하회하였다. 영업외손실의 불확실성은 상존하나, 매익률 개선과 고정비 증가율 둔화, 구조적인 외형 성장에 힘입어, 올해도 수익성 개선 흐름이 지속될 것으로 기대된다.

>> 영업이익은 컨센서스 상회, 순이익은 컨센서스 하회

CJ프레시웨이의 4Q17 연결기준 영업이익은 105억원(+100억원 YoY)으로 시장 컨센서스를 57% 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 개선된 이유는 1) 외식 경기 회복, 2) 매익률 및 프레시원 수익성 개선, 3) 송림푸드 인수효과, 4) 대손상각비 축소에 기인한다. 4Q17 전사 매출은 전년동기 대비 +4% 성장하였는데, 매출 인식 기준 변경 효과를 제외한 실질 매출 성장률은 +10% 수준으로 추산된다.

다만, 지배주주순이익은 4억원으로 컨센서스 대비 14억원 정도 하회하였는데, 이는 중국 급식 법인과 프레시원 전북법인의 영업권 손상차손이 38억원 정도 발생하였기 때문이다.

>> 영업외손실 불확실성 있으나, 수익성 개선 흐름은 유효

전분기에 이어 예상치 못한 영업외손실이 재차 발생한 부분은 다소 아쉬운 점이다. 다만, 수익성이 부진한 프레시원 법인들에 대한 감액손실 인식이 어느 정도 마무리 되었고, 추석 시차에 따른 영업일 수 감소에도 수익성이 견조하게 개선된 점은 긍정적이다. 1) 전사 매익률이 지속 개선되고 있고, 2) 인건비와 물류비 증가율이 둔화되고 있으며, 3) 외식 경로를 중심으로 외형 성장이 지속되고 있기 때문이다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 53,000원 제시

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 53,000원을 제시한다. 영업외손실 불확실성을 반영하여, 순이익 추정치를 하향하나, 올해도 영업이익률 개선 흐름은 지속될 것으로 판단된다. 특히, 외식 경기가 올해 상반기까지는 기저가 낮고, 전반적인 고정비의 증가율이 둔화되고 있는 점이 긍정적으로 판단된다.

주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
식자재유통	<ul style="list-style-type: none"> - 매출 인식 기준 변경 효과 제외한 실질 매출 성장률은 +7.7% - 경로 별로는 외식/급식 +8%, 프레시원 +10%, 1차상품 도매 및 원료 +4% 증가 - 외식경로 거래처 수는 프랜차이즈 YoY +16% 증가, 일반레스토랑 YoY +35% 증가 - 프레시원의 매출이익과 영업이익은 각각 170 억(+21 억 YoY), 7 억원(+20 억 YoY) 기록
단체급식	<ul style="list-style-type: none"> - 추석 연휴로 인한 영업일 수 감소 등에도 불구하고, 신규수주 호조로 매출 +6.5% 증가 - 운영역량 기반 신규수주 호조로 2017년 연간 수주규모 최고치 기록, 연간 매출 +10% 증가
해외 및 기타	<ul style="list-style-type: none"> - 미국/베트남 법인별 전략상품 위주의 내수유통 확대, 중국법인 관계사향 원료공급 증가가 매출 성장을 견인 - 송림푸드 매출 68 억, OP 8.4 억 기록, CJ프레시웨이 시너지 매출과 기존/신규거래처 매출 증가로 연간 매출 +17% 성장 - 송림푸드: 올해 최소 매출 +50% 이상 성장 전망, Captive 매출도 있고, CJ프레시웨이 기존 거래선과 시너지 발생할 것도 많음
주요 이슈	<ul style="list-style-type: none"> - 최저임금: 인건비 상승 부담을 자체 비용 절감과 단체급식 판가 인상 등을 통해 방어할 계획 - 영업외손실: 중국 급식 법인과 CJ프레시원 전북법인의 영업권 손상차손 38 억원 발생 - 경영전략: 2018년도 2017년과 유사하게 수익성을 좀 더 중시하는 전략을 펼칠 계획

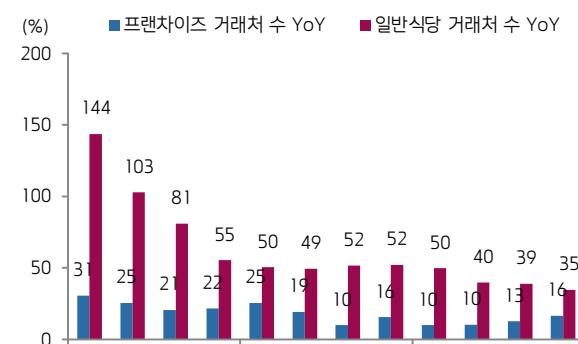
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이(3MA)



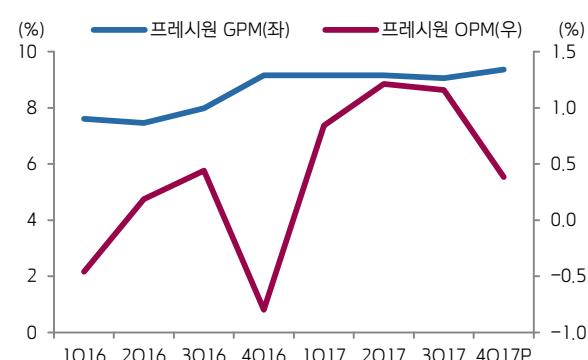
자료: 통계청, 키움증권 리서치

식자재유통 거래처 수 증가율 추이



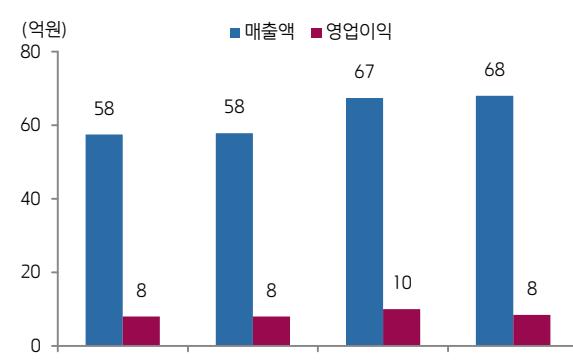
자료: CJ프레시웨이

프레시원 수익성 추이



자료: CJ프레시웨이

송림푸드 매출액 및 영업이익 추이



자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	594.8	634.6	662.0	612.9	639.7	687.2	736.6	734.8	2,327.9	2,504.4	2,798.2	3,057.0
(YoY)	11.0%	6.3%	9.2%	4.1%	7.5%	8.3%	11.3%	19.9%	12.3%	7.6%	11.7%	9.2%
식자재 유통	488.0	508.7	529.5	486.4	513.6	541.1	586.1	574.0	1,936.6	2,012.5	2,214.9	2,388.8
(YoY)	8.0%	3.1%	4.4%	0.5%	5.2%	6.4%	10.7%	18.0%	10.6%	3.9%	10.1%	7.9%
외식/급식 유통	236.6	253.5	245.5	146.5	217.5	235.5	254.4	236.5	928.8	882.1	943.8	1,028.8
(YoY)	9.9%	5.4%	3.4%	-37.8%	-8.1%	-7.1%	3.6%	61.4%	4.7%	-5.0%	7.0%	9.0%
프레시원 유통	148.4	157.3	172.6	171.5	164.7	179.3	191.6	190.4	588.4	649.8	726.0	798.6
(YoY)	12.5%	7.2%	12.1%	10.0%	11.0%	14.0%	11.0%	11.0%	19.4%	10.4%	11.7%	10.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	102.9	97.9	111.4	168.4	131.4	126.3	140.2	147.1	419.3	480.6	545.0	561.4
(YoY)	-1.7%	-7.8%	-3.8%	81.7%	27.7%	29.0%	25.8%	-12.7%	13.0%	14.6%	13.4%	3.0%
단체급식	75.3	90.4	94.1	88.0	84.9	100.6	100.1	104.7	316.5	347.8	390.3	426.4
(YoY)	11.1%	10.0%	12.2%	6.5%	12.7%	11.3%	6.4%	19.0%	17.2%	9.9%	12.2%	9.3%
기타	31.6	35.5	38.5	38.5	41.2	45.4	50.3	56.1	74.8	144.1	193.1	241.8
(YoY)	95.4%	65.3%	150.0%	76.6%	30.3%	28.0%	30.8%	45.8%	47.1%	92.5%	34.0%	25.2%
매출총이익	77.0	90.6	96.9	88.5	87.2	103.1	107.2	100.3	299.5	353.0	397.8	442.6
(GPM)	12.9%	14.3%	14.6%	14.4%	13.6%	15.0%	14.6%	13.6%	12.9%	14.1%	14.2%	14.5%
판관비	72.5	76.6	82.0	78.0	80.8	85.2	90.7	88.2	278.5	309.1	344.9	377.5
(판관비율)	12.2%	12.1%	12.4%	12.7%	12.6%	12.4%	12.3%	12.0%	12.0%	12.3%	12.3%	12.3%
영업이익	4.5	14.0	14.9	10.5	6.5	17.9	16.5	12.1	21.0	43.9	52.9	65.1
(OPM)	0.75%	2.21%	2.25%	1.72%	1.01%	2.60%	2.24%	1.64%	0.90%	1.75%	1.89%	2.13%
세전이익	0.7	8.7	-10.1	2.0	1.6	12.9	11.5	6.7	-5.0	1.2	32.7	44.8
당기순이익	0.6	7.0	-7.2	0.9	1.2	9.8	8.7	5.1	-5.8	1.2	24.8	33.9
지배주주순이익	0.0	6.3	-8.2	0.4	0.7	9.0	7.7	4.2	-4.7	-1.5	21.6	30.4
(YoY)	적전	101.4%	적전	흑전	흑전	43.9%	흑전	978.8%	적전	적지	흑전	40.4%

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 목표주가 산출 내역

지배주주순이익(십억원)	26.0	2018~19년 평균
회석감안발행주식수(백만주)	12.5	
DEPS(원)	2,084	
Target PER(배)	25.7	SPC삼립과 신세계푸드 평균 PER에 30% 프리미엄 적용
목표주가(원)	53,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	20,724	23,279	25,044	27,982	30,570
매출원가	18,014	20,284	21,514	24,004	26,144
매출총이익	2,710	2,995	3,530	3,978	4,426
판매비및일반관리비	2,395	2,785	3,091	3,449	3,775
영업이익(보고)	315	210	439	529	651
영업이익(핵심)	315	210	439	529	651
영업외손익	-194	-260	-427	-202	-204
이자수익	7	5	5	5	6
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	24	0	0	0
이자비용	52	57	67	67	56
외환손실	36	41	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	15	3	-54	0	0
기타	-134	-188	-311	-140	-153
법인세차감전이익	120	-50	12	327	448
법인세비용	54	9	0	79	108
유효법인세율 (%)	44.8%	-17.4%	0.7%	24.2%	24.2%
당기순이익	67	-58	12	248	339
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	-15	216	304
EBITDA	494	443	705	799	920
현금순이익(Cash Earnings)	246	174	278	517	608
수정당기순이익	60	-53	65	248	339
증감율(%), YoY					
매출액	15.4	12.3	7.6	11.7	9.2
영업이익(보고)	15.5	-33.2	108.7	20.6	23.1
영업이익(핵심)	15.5	-33.2	108.7	20.6	23.1
EBITDA	22.0	-10.4	59.2	13.3	15.2
지배주주지분 당기순이익	2.7	N/A	N/A	N/A	40.4
EPS	-6.1	N/A	N/A	N/A	40.4
수정순이익	-40.0	N/A	N/A	283.7	36.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	4,185	4,691	5,066	5,265	5,760
현금및현금성자산	110	124	547	270	304
유동금융자산	42	77	141	92	101
매출채권및유동채권	2,317	2,645	2,696	3,179	3,473
재고자산	1,717	1,845	1,542	1,723	1,882
기타유동비금융자산	0	0	140	0	0
비유동자산	3,403	3,814	3,944	3,862	3,876
장기매출채권및기타비유동채권	148	183	184	297	324
투자자산	204	161	361	186	191
유형자산	2,254	2,419	2,543	2,635	2,726
무형자산	798	1,050	856	744	634
기타비유동자산	0	0	1	1	1
자산총계	7,588	8,505	9,010	9,128	9,637
유동부채	4,626	4,335	5,128	5,005	5,090
매입채무및기타유동채무	3,205	3,458	2,904	4,153	4,537
단기차입금	1,380	862	933	833	533
유동성장기차입금	0	0	821	0	0
기타유동부채	41	15	470	19	20
비유동부채	907	1,750	1,528	1,520	1,628
장기매입채무및비유동채무	10	105	107	126	138
사채및장기차입금	699	1,455	1,134	1,034	1,034
기타비유동부채	198	190	286	360	456
부채총계	5,533	6,085	6,655	6,525	6,718
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	495	380	341	538	823
기타자본	321	274	472	472	472
지배주주지분자본총계	2,063	1,902	1,838	2,035	2,320
비지배주주지분자본총계	-8	518	517	568	598
자본총계	2,055	2,420	2,355	2,603	2,918
순차입금	1,928	2,116	2,200	1,504	1,163
총차입금	2,079	2,316	2,888	1,867	1,567

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-201	-132	1,134	720	525
당기순이익	120	-50	12	248	339
감가상각비	122	133	152	158	159
무형자산상각비	58	100	115	112	110
외환손익	1	24	0	0	0
자산처분순익	8	19	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-541	-484	14	179	-83
기타	32	125	842	24	0
투자활동현금흐름	-374	-502	-576	-26	-264
투자자산의 처분	5	-255	-263	224	-14
유형자산의 처분	13	15	0	0	0
유형자산의 취득	-189	-141	-291	-250	-250
무형자산의 처분	-205	-123	-21	0	0
기타	2	2	-1	0	0
재무활동현금흐름	611	648	-136	-971	-228
단기차입금의 증가	-13	-502	72	-100	-300
장기차입금의 증가	698	734	-280	-921	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-24	-24	-24	-24
기타	-51	441	96	74	96
현금및현금성자산의순증가	36	15	423	-276	33
기초현금및현금성자산	73	110	124	547	270
기말현금및현금성자산	110	124	547	270	304
Gross Cash Flow	340	351	1,120	541	608
Op Free Cash Flow	-582	-268	399	600	429

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	915	-393	-131	1,821	2,557
BPS	17,380	16,021	15,479	17,144	19,545
주당EBITDA	4,162	3,730	5,939	6,726	7,749
CFPS	2,071	1,466	2,343	4,358	5,122
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	90.8	-99.1	-305.0	19.1	13.6
PBR	4.8	2.4	2.6	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.1	17.9	-2.1	7.8	6.3
PCFR	40.1	26.6	17.0	8.0	6.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	0.9	1.8	1.9	2.1
영업이익률(핵심)	1.5	0.9	1.8	1.9	2.1
EBITDA margin	2.4	1.9	2.8	2.9	3.0
순이익률	0.3	-0.3	0.0	0.9	1.1
자기자본이익률(ROE)	3.3	-2.6	0.5	10.0	12.3
투하자본이익률(ROIC)	5.2	6.3	10.5	10.1	12.6
안정성(%)					
부채비율	269.2	251.4	282.6	250.7	230.2
순차입금비율	93.8	87.4	93.4	57.8	39.8
이자보상배율(배)	6.1	3.7	6.5	7.9	11.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.4	9.5	9.2
재고자산회전율	14.5	13.1	14.8	17.1	17.0
매입채무회전율	6.6	7.0	7.9	7.9	7.0

Compliance Notice

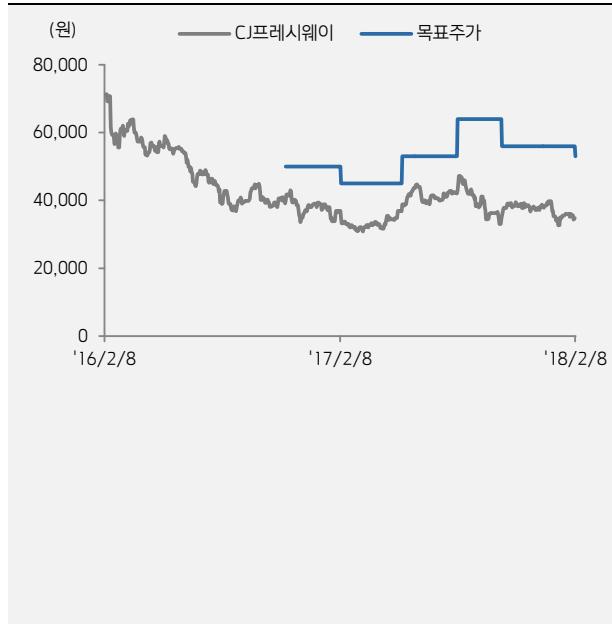
- 당사는 2월 7일 현재 'CJ프레시웨이 (051500)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY (Initiate)	50,000원	6개월	-22.86	-14.10
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-24.15	-14.10
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.06	-22.89
	2017/03/21	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.14	-18.00
	2017/05/15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
	2017/05/23	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
	2017/07/03	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
	2017/07/12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
	2017/08/09	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
	2017/09/07	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
	2017/09/13	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-38.05	-26.17
	2017/10/17	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
	2017/11/08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.68	-29.55
	2017/11/20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-33.39	-28.93
	2018/02/08	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%